

事前の書面による許可無く複製は出来ません。  
巻末の全てのリスク開示をご参照ください。



# ストラクチャード・ クレジット入門書

複雑性に投資妙味あり

2019年4月

> ストラクチャード・クレジットは低金利の世界でディフェンシブな利回りを提供する稀有な投資対象かもしれない

## 要旨

当社（インサイト社）の見るところ、ストラクチャード・クレジットは、クレジット商品の中で最も過小評価されている資産クラスの一つです。これは、今でも多くの人がストラクチャード・クレジットを2008年のグローバル金融危機の時の「有毒な」資産と結びつけることが理由の一つでしょう。しかし、より大規模なストラクチャード・クレジット市場全体での他の多くの資産は、これまで一度もデフォルトを経験したことはありません。

それにもかかわらず、ストラクチャード・クレジットは、しばしば同じ信用格付けの標準的な社債より高い利回りを提供しています。これは、ストラクチャード・クレジットを適切に分析し、モデル化するには高度なスキルと専門知識を要することによる部分が大きいと考えています。つまり、それは複雑性に対する利回りの上乘せであり、追加的な信用リスクに対するものではありません。

ストラクチャード・クレジットは、今日の低金利の世界で今でも入手可能な最もディフェンシブな利回りを獲得可能な資産であるとさえ我々インサイト社は考えています。



# ストラクチャード・クレジット入門書

## ストラクチャード・クレジットを解明する

ストラクチャード・クレジットとは  
ストラクチャード・クレジットないし資産担保証券（ABS）市場とは、クーポンと元本の支払いが担保により裏付けられているクレジット市場のことです。

通常、ストラクチャード・クレジット商品のクーポンと元本の支払いは、裏付けとなるローンのプールから直接もたらされます。多くの場合、これらのローン（モーゲージや企業向けローン等）は、デフォルトに備えて不動産等の有形資産を担保にしています。

図1の通り、ABS市場には大きく分けて、住宅・消費者向け、商業用不動産向け、及び有担保企業向けという3種類の担保があります。

投資家は、そうした担保に加えて、貸し手によるデフォルトリスクの管理を助ける契約上の諸条件であるコベナンツ等のその他の構造的なプロテクションからも恩恵を受けられる可能性があります。

ストラクチャード・クレジットと、より一般的な社債の主な違いは、一般的な社債は（特に投資適格市場の場合は）通常無担保で、構造的なプロテクションも比較的少ないという点です。

### ABSの組成方法

ABS商品を組成するために、銀行は先ず、（過去に顧客に貸し出したモーゲージ等の）ローンを自らの帳簿から特別目的会社（SPV）と呼ばれる別個の法人に移します。その後これらのローンは、投資家が購入可能な証券の形態にリパッケージされます。

このステップは、技術的な事のように聞こえるかもしれませんが、これらの証券に「倒産隔離」構造を与える決定的に重要なステップです。倒産隔離とは、仮にローンのオリジネーターである銀行が破たんしても、ABS商品には直接的な影響が無いという意味です。これが、例えば、担保があるとはいえ、投資家が最終的には債券発行体である銀行の信用リスクに晒されるカバードボンドと、ストラクチャード・クレジット市場を差別化する点です。

図1：セキュアード・ファイナンスの3つの種類

担保の種類	公募有価証券
 住宅及び消費者	<ul style="list-style-type: none"><li>プライム住宅モーゲージ</li><li>賃貸住宅向けモーゲージ</li><li>非定型モーゲージ</li></ul>
 商業用不動産	<ul style="list-style-type: none"><li>商業用不動産ローン担保証券</li></ul>
 企業（有担保）	<ul style="list-style-type: none"><li>ローン担保証券（CLO）</li><li>事業証券化（WBS）</li></ul>

## ABSにおける信用補完の方法

ABSでは、異なる格付けを有する異なるクラスの証券が組成されます。

図2が示すように、裏付け資産であるローンのプールで発生した元本及び金利の支払金はSPVへ流れ、最も格付けの高い債券を保有する投資家（シニア債保有者）にまず分配されます。シニア債保有者が満額支払われた後に初めてより低格付けの（メザニン又はジュニア）債券の保有者への分配が行われます。「ウォーターフォール構造」と呼ばれるこうした階段状の滝のようなパターンは、資本構造の最下部まで続けられます。

我々はこれを「信用補完」と呼んでいます。資本構造の上部の債券は、裏付けとなるローンプールの一部がデフォルトしても大抵の場合において返済されるため、事実上、裏付けとなるローンプールの全体よりも高い信用力を有します。しかし、資本構造の最下部の証券は、プールのローンが毀損し始めると直ちに損失を被ります。このため、これらの債券は「損失吸収証券」と呼ばれます。

## ストラクチャード・クレジット – 想像以上にデیفensive

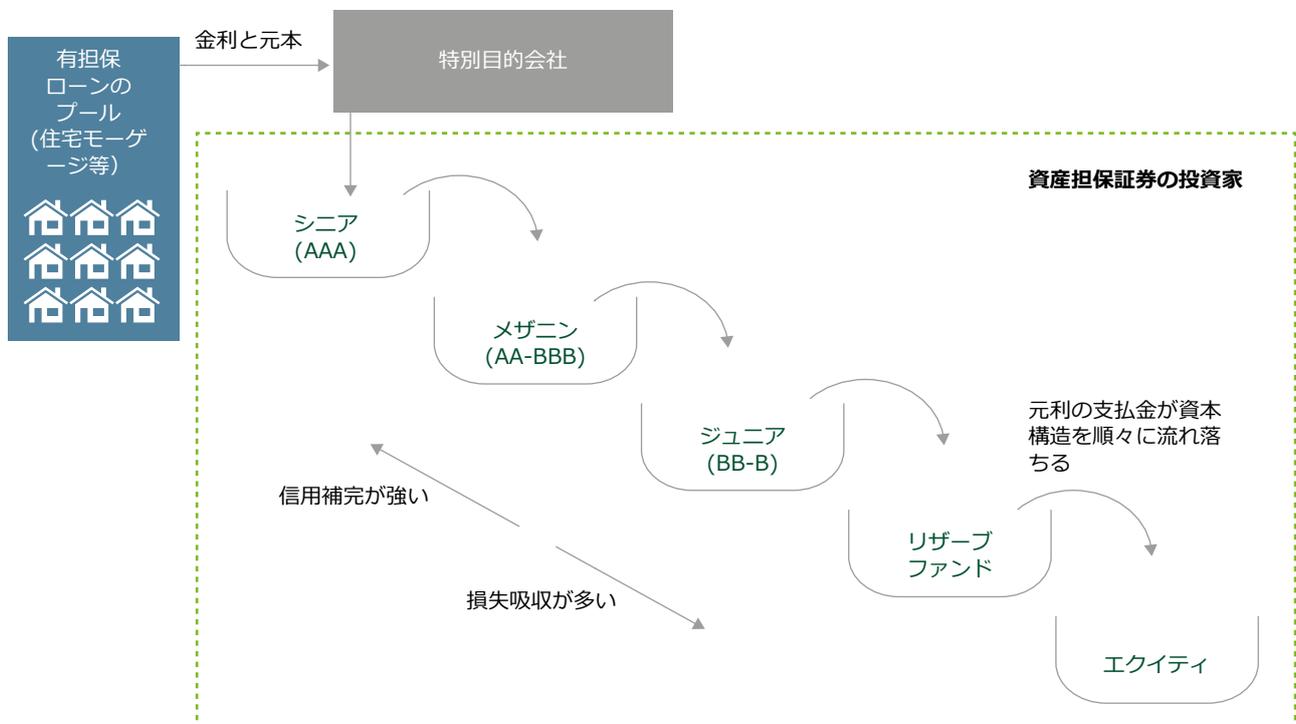
「有毒」なサブプライムモーゲージ担保証券の市場があのような結果を引き起こしたことから、多くの人にとって、ABSは2008年のグローバル金融危機と同義語です。金融危機のこの側面は『マネー・ショート 華麗なる大逆転』という2014年公開の素晴らしい映画で語られており、良く知られています。

それに比べてあまり語られていないのは、米国のサブプライムモーゲージ担保証券と米国の債務担保証券（CDO）という問題領域を除いて、世界のABSがいかにうまく金融危機を乗り切ったかです。実際、世界のABS市場の殆どは、今日まで一度もデフォルトを経験したことがありません（図3）<sup>1</sup>

米国：サブプライム住宅ローンの惨事を除き、デフォルト率は低い

S&Pは、学生ローン、自動車ローン及びクレジットカードを含む米国ABSセクターの指数を管理していますが、2001年以降の同指数の平均年間デフォルト率は0.4%です。また、グローバル金融危機の局面を通じて、移動12ヶ月間のデフォルト率は1%未満でした。<sup>1</sup> また、2001年以降の米国のローン担保証券（CLO）の年間デフォルト率は0.1%です。<sup>1,2</sup>

図2：ストラクチャード・クレジットの「ウォーターフォール」構造のイメージ図<sup>3</sup>



<sup>1</sup> 過去の成績は将来の結果を示すものではありません。

<sup>2</sup> S&P Global Ratings, "2017 Annual Global Structured Finance Default Study And Rating Transitions", 2018年3月。

<sup>3</sup> あくまで説明目的の事例です。

図3：ストラクチャード・クレジットのデフォルト実績の低さは驚きかもしれない<sup>4</sup>

	デフォルト率	回収率	損失率
英国のプライムRMBS (AAA / AA)	0%	n/a	n/a
英国の賃貸住宅向けローン (AAA / AA)	0%	n/a	n/a
オランダ・イタリア・スペインのRMBS	0%	n/a	n/a
欧州のCLO (AAA / BBB)	0%	n/a	n/a
欧州の自動車・クレジットカード	0%	n/a	n/a
米国の賃貸住宅向けローン (AAA / AA)	0%	n/a	n/a
米国の自動車・クレジットカード (AAA / AA)	0%	n/a	n/a
問題が生じたセクター：			
米国のサブプライムRMBS	15.86%	50%	7.93%
米国のサブプライムRMBSのCDO	21.30%	50%	10.65%
欧州のCMBS	2.52%	50%	1.26%

(注) RMBS=住宅ローン担保証券、CMBS=商業用不動産ローン担保証券

### 欧州：様々な危機を通じて注目すべき底堅さ

ストラクチャード・クレジットは、米国以外でも注目すべき底堅さを示してきました。最大のセクターであるフランス、ドイツ及び英国のプライムや賃貸住宅向けローン等では、一度も損失が記録されたことはありません。フィッチレーティングスによれば<sup>5</sup>、3.23兆ユーロに上る欧州のストラクチャード・クレジット資産で2000年から2016年までに実現した累積損失は僅か0.25%です。これは年率2bp前後に相当します。

JPモルガンの分析によれば<sup>6</sup>、2008年の周知の惨劇とは対照的に、英国では、シニア債券の投資家が回収不能な損失を被るリスクに晒されるには、(記録に残る最大の住宅危機である) 1990年代の住宅危機時の損失の56倍の損失をもたらす住宅危機が起こらねばなりません。

### ストラクチャード・クレジット – より低リスクでより高い収益が得られる稀有な事例？

投資家は通常、より高いリターンを達成するにはより多くのリスクを取ることが必要とされています。この前提は、1950年代の当初の平均分散モデル以来、ポートフォリオ理論の基礎となっています。

しかし、ストラクチャード・クレジットはこの前提を覆すかもしれません。我々は、ABS市場がより低格付けの類似の社債より高いクレジットスプレッドを提供するのを見てきました。図4はその一例を示しています。AAA格付けの米国のCLOは、米国の投資適格社債指数(無担保、現状BBB格付けが指数の50%を占める)に匹敵するクレジットスプレッドを提供しています。AA格付け及びA格付けのCLOは、一貫して投資適格社債指数を相当上回るスプレッドを提供してきました。

図4：高格付けの米国のCLOのスプレッドはより低格付けの社債のスプレッドを優に上回る<sup>7</sup>



### ストラクチャード・クレジットの「複雑性プレミアム」

ストラクチャード・クレジットが、しばしばより高い格付けでより高いクレジットスプレッドを提供できる主な理由は、その複雑性であると我々は確信しています。運用者にとって、ストラクチャード・クレジットへの投資は通常のクレジット商品に投資するよりずっと大変な仕事です。つまり、ストラクチャード・クレジットを購入可能な運用スキルを有した買い手は相対的に少ないということです。適切な買い手による需要の少なさは、相対的に高いクレジットスプレッドをもたらします。

社債に投資する場合、投資家は投資対象である企業のクレジット指標を分析する必要があります。しかし、ABS商品に投資する場合には、その債券の裏付けとなる個々のローンを全て分析しなければなりません。これには、スペシャリストの専門知識と人的資源に加え、非常に高度なスキルが必要とされます。

<sup>4</sup> Insight, S&P及びMoody's, 2018年2月現在。市場誕生以来のデフォルト率 <sup>5</sup> Fitch, "Structured Finance Losses: EMEA 2000-2016 Issuance", 2017年7月。 <sup>6</sup> JP Morgan, 2017年4月。 <sup>7</sup> S&P LCD, Intex, Barclays Research, 2019年2月。

更に、ストラクチャード・クレジット商品の裏付けとなるローンは、殆どが変動金利かつ期限前返済や支払期限の延長が可能という傾向があります。このため、投資家は様々な経済的ストレスのシナリオ下で証券が示し得るパフォーマンスを深く理解するために、数理的なストレステストを行わねばならないでしょう。

それには、高度な数理モデルを構築する技術が必要です。理想を言えば、投資家は、リスクをしっかりと理解するために、（2000年代の景気後退や2008年のグローバル金融危機等の）過去の景気後退局面や遙かに深刻な（かつ前例のない）仮想のストレスシナリオを数理モデルでシミュレーションする能力を有するべきでしょう。

CLO等の一部の資産は更なる課題を突き付けます。CLOは、裏付けとなるローンのプールが静的ではなく、専属のポートフォリオ・マネジャーによって動的に管理されるという点で他のより標準的なABSと異なります。

このため、CLOのポートフォリオ・マネジャー並びに彼らの実績、運用スタイル、プラットフォーム、組織、経営資源、引き受け能力及びポートフォリオの構築やモニタリングのプロセスを評価することが必要になり、投資家のデューデリジェンスの対象がもう一層加わります。

上記の調査は、ポートフォリオ・マネジャーが投資している全てのローンの一件ごとの調査に加えて行わねばなりません。そして、複数のCLOを購入する場合、異なる運用会社が同じ証券を保有している可能性があるため、投資家は担保の重複にも用心する必要があります。

## 複雑さに投資妙味あり

低金利の世界では、投資家がより高いリスクを取ることなく魅力的なリターンを上げることは困難です。この環境下で、ストラクチャード・クレジットは非常に魅力的で根本的にダイフェンシブな投資として際立っていると当社は考えます。

インサイトでは、2008年のグローバル金融危機以前からグローバルなストラクチャード・クレジットのポートフォリオを運用しており、デフォルトを経験したことは一度もありません。また、全てのセキュアード・ファイナンスセクターを対象に、更に複雑さを伴うプライベート物のストラクチャード・クレジット案件にも投資しています。

スキルと経験と豊富な経営資源を有する運用会社にアクセスがある場合、投資家にとってストラクチャード・クレジットへの投資は、これまでエクスポージャーが相対的に少ない分野に投資する有力な機会となるかもしれません。

図5: 分析の複雑さは同等の信用リスクに対してより高いスプレッドを提供し得る<sup>8</sup>



<sup>8</sup> あくまで説明目的の図です。

## IMPORTANT INFORMATION

---

### RISK DISCLOSURES

Past performance is not indicative of future results. Investment in any strategy involves a risk of loss which may partly be due to exchange rate fluctuations.

The performance results shown, whether net or gross of investment management fees, reflect the reinvestment of dividends and/or income and other earnings. Any gross of fees performance does not include fees and charges and these can have a material detrimental effect on the performance of an investment.

Any target performance aims are not a guarantee, may not be achieved and a capital loss may occur. Strategies which have a higher performance aim generally take more risk to achieve this and so have a greater potential for the returns to be significantly different than expected.

Portfolio holdings are subject to change, for information only and are not investment recommendations.

### ASSOCIATED INVESTMENT RISKS

#### Fixed income

Where the portfolio holds over 35% of its net asset value in securities of one governmental issuer, the value of the portfolio may be profoundly affected if one or more of these issuers fails to meet its obligations or suffers a ratings downgrade.

A credit default swap (CDS) provides a measure of protection against defaults of debt issuers but there is no assurance their use will be effective or will have the desired result.

The issuer of a debt security may not pay income or repay capital to the bondholder when due.

Derivatives may be used to generate returns as well as to reduce costs and/or the overall risk of the portfolio. Using derivatives can involve a higher level of risk. A small movement in the price of an underlying investment may result in a disproportionately large movement in the price of the derivative investment.

Investments in emerging markets can be less liquid and riskier than more developed markets and difficulties in accounting, dealing, settlement and custody may arise.

Investments in bonds are affected by interest rates and inflation trends which may affect the value of the portfolio.

Where high yield instruments are held, their low credit rating indicates a greater risk of default, which would affect the value of the portfolio.

The investment manager may invest in instruments which can be difficult to sell when markets are stressed.

Where leverage is used as part of the management of the portfolio through the use of swaps and other derivative instruments, this can increase the overall volatility. While leverage presents opportunities for increasing total returns, it has the effect of potentially increasing losses as well. Any event that adversely affects the value of an investment would be magnified to the extent that leverage is employed by the portfolio. Any losses would therefore be greater than if leverage were not employed.

### <投資信託に係るリスクについて>

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、金利の変動等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

### <投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

### <投資信託に係る費用について>

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）等をご覧ください。

- 申込時に直接ご負担いただく費用 . . . . . 申込手数料 上限3.5%（税抜）
- 換金時に直接ご負担いただく費用 . . . . . 信託財産留保額 上限0.70%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用 . . 信託報酬 上限 年率1.87%（税抜）
- その他費用 . . . . . 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。

※上記費用の総額につきましては、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 重要事項

本情報提供資料は、インサイト・インベストメント・マネジメント（グローバル）リミテッドが提供する情報を基に、BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が作成したものです。

当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。

当資料は信頼できるとされる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第406号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会